

# A Orquestra do Crédito Estruturado: Entendendo os FIDCs



## Time Crédito Estruturado

Katherine Kardos  
katherine.kardos@tivio.com

Rodrigo Mileto  
rodrigo.mileto@tivio.com

Matheus Alencastro  
matheus.alencastro@tivio.com

Gabriel Locci  
gabriel.locci@tivio.com

João Pedro Rodrigues  
joão.rodrigues@tivio.com

## Time Research

Enrico Trotta  
enrico.trotta@tivio.com



## Introdução

### Da Sinfonia Clássica à Arquitetura do Crédito Estruturado

Imagine uma orquestra sinfônica em plena execução. Cada naipe — cordas, metais, madeiras e percussão — tem sua identidade sonora, seu tempo de entrada e sua complexidade técnica.

No centro, o maestro não produz uma única nota, mas é ele quem, com precisão e sensibilidade, alinha os diversos timbres e dinâmicas em direção a uma obra coesa, vibrante e emocionante. Ele conhece as particularidades de cada instrumento, antecipa dissonâncias, conduz resoluções harmônicas, e sabe que a beleza do conjunto nasce do domínio minucioso das partes.

E o que uma orquestra sinfônica tem a ver com os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs) e com a nossa Carta do Gestor de Crédito Estruturado deste mês?

Muito mais do que parece. O gestor de um FIDC atua como um maestro do crédito estruturado: precisa compreender profundamente a composição de cada ativo, o risco embutido em cada cedente, a liquidez das operações, a solidez das garantias e a fluidez do fluxo de caixa. Seu papel é orquestrar esses elementos heterogêneos, equilibrando riscos e retornos, para transformar um conjunto complexo de instrumentos financeiros em uma performance sólida, estável e, idealmente, acima da média.



**O maestro é o primeiro a chegar, o último a sair e o único que não pode errar**

**- Herbert von Karajan**

Austriaco, lendário maestro da Filarmônica de Berlim por mais de três décadas.



Esse mercado, por sua vez, não para de crescer. Segundo dados da Anbima, o patrimônio líquido dos FIDCs ultrapassou a marca de R\$ 616 bilhões em 2024, superando os tradicionais fundos de ações — um crescimento superior a 39% em apenas doze meses. Esse avanço não é fortuito.

Ele sinaliza o amadurecimento de uma classe de ativos que, aos poucos, se consolida como uma engrenagem fundamental no financiamento da economia real brasileira.

Nesta Carta do Gestor, traçamos um panorama da “orquestra do crédito estruturado”: discutimos os principais movimentos do mercado de FIDCs, as oportunidades que surgem nos diferentes segmentos, os riscos latentes que exigem atenção e, sobretudo, como uma gestão ativa e diligente pode transformar desafios técnicos em geração de valor para o investidor. Porque, como numa grande sinfonia, o segredo está em entender quando silenciar, quando acelerar e — acima de tudo — quando liderar.

# Capítulo 1

## O Crescimento Notável dos FIDCs no Brasil

O mercado brasileiro de FIDCs percorreu um longo caminho desde suas origens no início dos anos 2000. O que começou como uma ferramenta para bancos e grandes empresas securitizarem suas carteiras de crédito evoluiu para um produto amplamente utilizado no mercado de capitais.

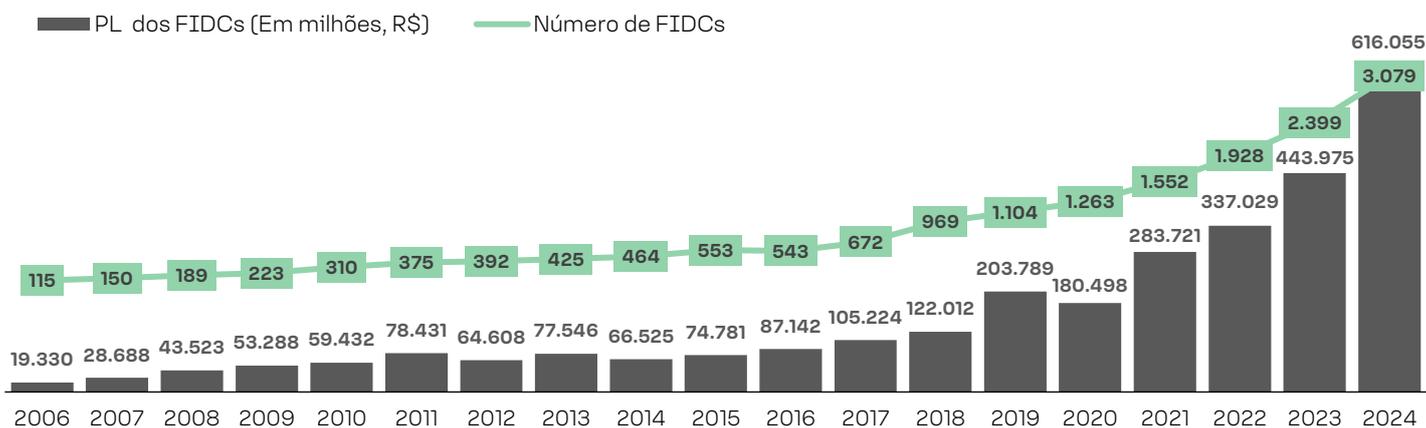
Inicialmente, as estruturas eram mais simples. Com o tempo, surgiram inovações como os FIDCs Não Padronizados (FIDC-NP), que permitem investir em créditos mais complexos, como aqueles já vencidos, ou que exigem uma expertise para além da análise de crédito.



Também se popularizaram os FIDCs multi-cedente/multi-sacado que diversificam o risco ao reunir créditos de diferentes empresas (cedentes) e devedores (sacados), muitas vezes diferentes tipos de lastro e que se tornaram fundamentais para o desenvolvimento da economia real.

Esse crescimento não se deve apenas ao volume de dinheiro buscando investimentos, mas também a melhorias importantes no ambiente de negócios. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), especialmente com a Resolução nº 175 de 2022, trouxe regras mais claras e maior segurança jurídica.

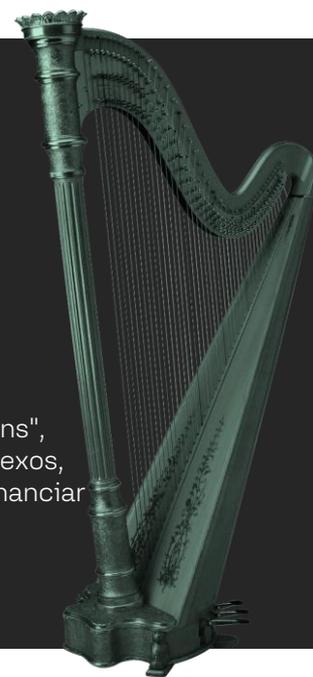
GRÁFICO 1 – PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS FIDCs x NÚMERO DE FIDCs



Fonte: Anbima

Um dos motores desse crescimento é a necessidade das empresas por financiamento. Muitas vezes, o crédito bancário tradicional não supre por completo as necessidades específicas de um negócio. Os FIDCs surgem como uma alternativa flexível, capaz de se adaptar a diferentes fluxos de caixa e garantias, financiando desde o capital de giro até a expansão de projetos.

Com a expansão do mercado, vemos também uma especialização crescente entre os gestores. Alguns focam em nichos específicos – agronegócio, setor imobiliário, infraestrutura, créditos inadimplidos – já outros se especializam na gestão de fundos de investimentos em cotas de outros FIDCs ou também conhecidos como FIC-FIDCs.



## Capítulo 2

# Desvendando os Tipos e Estratégias de FIDCs

O universo dos FIDCs é vasto e variado. Entender os diferentes tipos e as estratégias por trás deles é crucial para quem deseja investir nesse mercado.

Como mencionado, uma distinção importante é entre FIDCs Padronizados e Não Padronizados (FIDC-NP). Os Padronizados investem em direitos creditórios mais "comuns", com características semelhantes. Já os FIDC-NPs abrem portas para ativos mais complexos, como créditos vencidos, em disputa judicial ou precatórios. Essa flexibilidade permite financiar uma gama maior de atividades econômicas, mas exige uma análise de risco ainda mais rigorosa por parte do gestor.

Existem FIDCs para quase todas as fases e necessidades de uma empresa: financiar um novo projeto, fornecer capital de giro, comprar equipamentos, ou mesmo descontar recebíveis para acelerar o crescimento. Há também os fundos focados em empresas em dificuldade financeira, conhecidos como *Special Situations*.

Nesses casos, os gestores não apenas investem, mas muitas vezes participam ativamente da reestruturação e das decisões estratégicas da empresa investida. Outros FIDCs se especializam em comprar precatórios (dívidas do governo reconhecidas pela justiça) ou outros ativos públicos. As possibilidades são muitas.

TABELA 1 - TIPOS DE FIDCs

<b>Multi-Cedente e Multi-Sacado</b>	Um fundo que antecipa recebíveis de múltiplas empresas contra seus fornecedores
<b>Mono-Cedente e Multi-Sacado</b>	Um fundo que antecipa os recebíveis de cartão de crédito de uma operadora específica contra seus clientes
<b>Multi-Cedente e Mono-Sacado</b>	Um fundo que antecipa recebíveis de diferentes empresas, portanto que a empresa "sacada" seja a mesma
<b>Mono-Cedente e Mono-Sacado</b>	Um fundo que antecipa os ganhos de uma ação judicial contra uma empresa

Fonte: Tivio Capital

Essa diversidade exige um conhecimento profundo por parte do gestor. Não basta entender de finanças; é preciso compreender as particularidades de cada setor, as leis aplicáveis e, principalmente, avaliar a qualidade do crédito e das garantias oferecidas. É um trabalho que exige diligência e expertise técnica, muito além da análise superficial.

## Capítulo 3

# A Estrutura de Proteção: Cotas Seniores, Mezanino e Subordinadas



Um conceito fundamental nos FIDCs é a estrutura de cotas, que funciona como um sistema de proteção em camadas. Geralmente, um FIDC emite três tipos de cotas:

**1****Cotas Seniores**

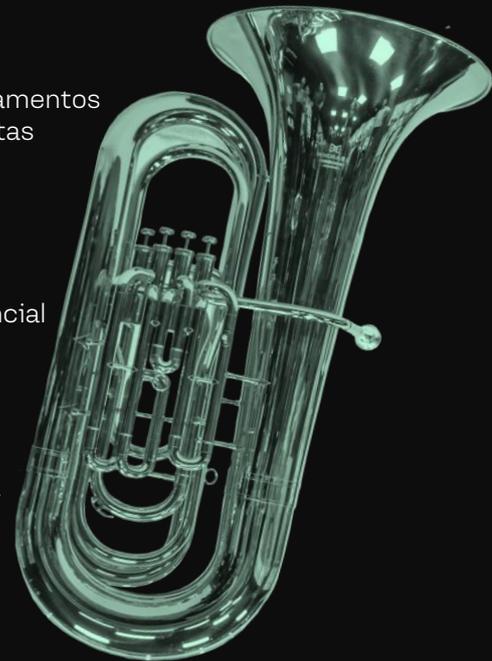
São as mais seguras. Elas têm prioridade no recebimento dos pagamentos (juros e principal). Em caso de perdas nos créditos do fundo, as cotas seniores são as últimas a serem afetadas.

**2****Cotas Mezanino**

Ficam em uma posição intermediária. Oferecem um retorno potencial maior que as seniores, mas também assumem um risco maior.

**3****Cotas Subordinadas**

São as últimas na ordem de recebimento e as primeiras a absorver eventuais perdas. Por isso, oferecem o maior potencial de retorno, mas também o maior risco. Frequentemente, o próprio originador do crédito ou investidores com maior apetite a risco ficam com essas cotas, demonstrando confiança na qualidade dos ativos.



Essa estrutura, conhecida como "subordinação" ou "cascata de pagamentos", cria um colchão de proteção para as cotas seniores e mezanino. A espessura dessa camada de subordinação (o percentual do patrimônio do fundo composto por cotas subordinadas) é um indicador importante da segurança do investimento nas cotas superiores.

Escolher o tipo de FIDC e a classe de cota depende dos seus objetivos, tolerância a risco e horizonte de investimento. Para nós, da Tivio Capital, a arte está em analisar cada detalhe dessa estrutura, entender as nuances de cada crédito e combinar esses elementos para construir portfólios sólidos e rentáveis.

## Capítulo 4

# Alocação Estratégica: Por que incluir FIDCs no Seu Portfólio?

Incluir FIDCs na sua carteira de investimentos pode trazer benefícios importantes, especialmente em termos de diversificação e potencial de retorno.



### Diversificação e Correlação:

Uma das grandes vantagens dos FIDCs é sua baixa correlação com outras classes de ativos. O desempenho deles tende a não seguir exatamente os movimentos da bolsa de valores (renda variável) e tem uma relação apenas moderada com os títulos de renda fixa tradicionais. Isso significa que, ao adicionar FIDCs ao seu portfólio, você pode reduzir a volatilidade geral da sua carteira sem necessariamente renunciar a bons retornos.

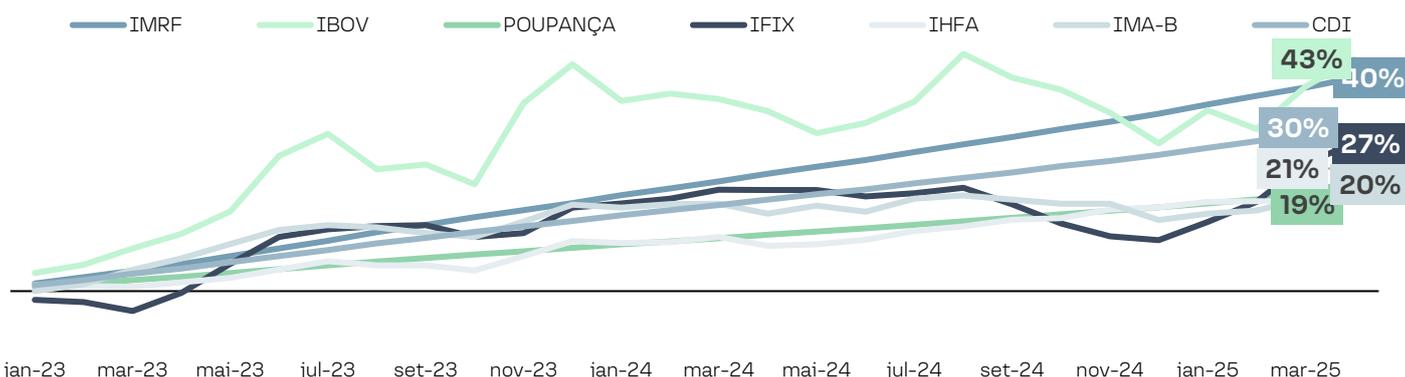
TABELA 3 – CORRELAÇÃO ENTRE O IMRF E OUTROS ÍNDICES

IMRF/IBOV	IMRF/POUPANÇA	IMRF/IFIX
<b>14,04%</b>	<b>78,29%</b>	<b>30,44%</b>
IMRF/IHFA	IMRF/IMA-B	IMRF/CDI
<b>0,64%</b>	<b>16,87%</b>	<b>87,89%</b>

(Fonte: Multiplike)

Historicamente, as cotas seniores de FIDCs têm apresentado retornos consistentes e, muitas vezes, superiores a diversos benchmarks do mercado, como o CDI, a Selic e até mesmo alguns índices de renda fixa (como o IRF-M e o IMA-B) e multimercados (IHFA). Embora comparações diretas exijam cautela devido às especificidades de cada FIDC, a combinação de prêmios de crédito e a proteção oferecida pela subordinação das outras cotas contribui para esse desempenho atrativo. A estrutura de subordinação funciona como um escudo: as primeiras perdas são absorvidas pelas cotas subordinadas, protegendo quem investiu nas cotas seniores e mezaninos.

GRÁFICO 2 – COMPARAÇÃO ENTRE OS PRINCIPAIS ÍNDICES DE RETORNO

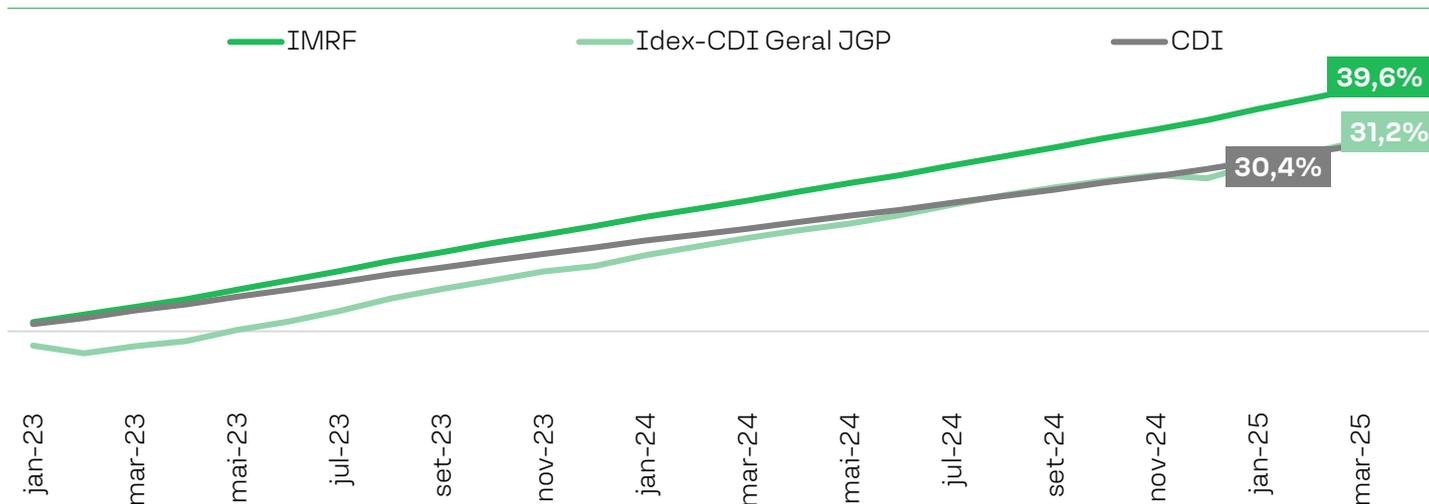


Fonte: Multiplike e Quantum Axis

### Menor Volatilidade Aparente (Marcação na Curva)

Diferente de muitos ativos de crédito, como as debêntures, as cotas de FIDCs geralmente não são "marcadas a mercado" diariamente. Elas são "marcadas na curva", o que significa que seu valor é ajustado de forma mais gradual, baseado na expectativa de recebimento dos fluxos de caixa futuros. Isso resulta em uma volatilidade visível menor no dia a dia, o que pode ser interessante para investidores que buscam mais estabilidade em suas posições de crédito privado. Contudo, é crucial entender que a menor volatilidade aparente não elimina o risco de crédito subjacente.

**GRÁFICO 3 – COMPARAÇÃO ENTRE RETORNOS DE FIDCs X IDEX-CDI**



Fonte: Multiplike e JGP

**TABELA 4 - VOLATILIDADE**

IMRF	CDI	Idex-CDI Geral JGP
<b>14,04%</b>	<b>78,29%</b>	<b>30,44%</b>

Fonte: Multiplike e JGP

### Benefícios Tributários:

Um atrativo adicional, FIDCs não estão sujeitos ao "come-cotas", aquela antecipação semestral do Imposto de Renda que incide sobre a maioria dos fundos de investimento. Isso permite que o capital permaneça investido e rendendo por mais tempo, potencializando o efeito dos juros compostos.

**TABELA 5 - ALÍQUOTAS**

Período	FIDCs	Fundos Multimercado	Fundos de Renda Variável
Até 180 dias	15,0%	22,5%	15,0%
Entre 181 e 360 dias	15,0%	20,0%	15,0%
Entre 361 e 720 dias	15,0%	17,5%	15,0%
A partir de 720 dias	15,0%	15,0%	15,0%
	<b>Sem Come-Cotas</b>	<b>Com Come-Cotas</b>	<b>Sem Come-Cotas</b>

Fonte: Tivio Capital

### Liquidez e Prêmio

É verdade que FIDCs são, em geral, menos líquidos que ações ou títulos públicos. Vender uma cota antes do vencimento pode não ser tão simples. No entanto, essa menor liquidez costuma ser recompensada com um "prêmio", ou seja, um retorno adicional embutido na taxa oferecida. Para investidores com um horizonte de investimento mais longo e que não precisam de acesso imediato ao capital, alocar uma parte do portfólio em FIDCs pode ser uma forma inteligente de capturar esse prêmio de liquidez.

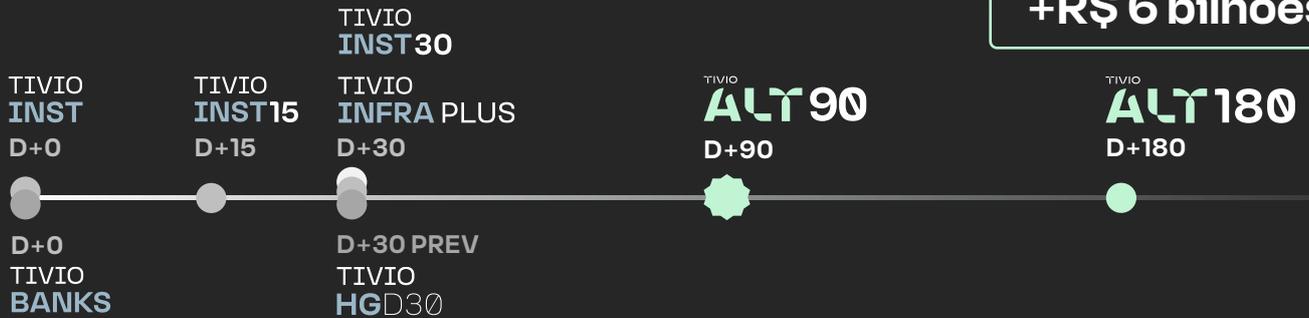
### Oportunidades em Diferentes Cenários

A diversidade dos FIDCs permite encontrar oportunidades em diferentes ciclos econômicos. Em fases de crescimento, FIDCs ligados a setores mais dinâmicos podem se destacar. Em momentos de desaceleração, aqueles com garantias mais fortes ou ligados a setores essenciais tendem a ser mais resilientes. A chave está na diversificação dentro do próprio universo de FIDCs, investindo em diferentes tipos, setores e estruturas de cotas.

## Capítulo 5

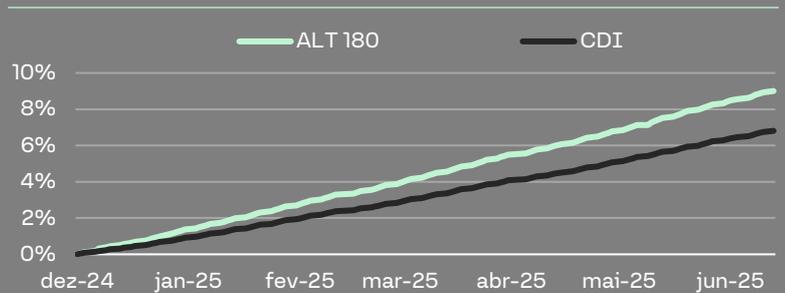
# Tivio Capital e a Família ALT em Crédito Estruturado

Ativos sob gestão  
**+R\$ 6 bilhões**



Para investidores qualificados ou profissionais, os FIDCs representam uma ferramenta valiosa para buscar retornos consistentes, diversificar riscos e acessar estratégias de crédito que antes eram restritas a investidores institucionais. Veículos como o nosso fundo **ALT 180**, que aloca em FIDCs, ajudam a democratizar o acesso a essas oportunidades.

GRÁFICO 4 – RENTABILIDADE HISTÓRICA



Fonte: Tivio e Multiplike

### Conclusão

#### Perspectivas Para o Crédito Estruturado e Nosso Papel De Maestro Na Orquestra do Crédito Estruturado

O mercado de FIDCs continua sua trajetória de crescimento e sofisticação, e as perspectivas são animadoras. A combinação de empresas buscando financiamento alternativo e investidores procurando retornos atrativos deve manter o dinamismo do setor.

A regulação, como a Resolução CVM 175, continua a fortalecer a segurança e a transparência, pilares essenciais para o crescimento sustentável do mercado de FIDCs. Contudo, o cenário atual nos apresenta um paradoxo interessante. Enquanto a liquidez abundante e a busca por emissões no mercado de capitais tradicional têm pressionado os *spreads* de crédito para níveis historicamente baixos, nem sempre refletindo adequadamente o risco de algumas emissões, surge uma janela de oportunidade para os FIDCs. Observamos que, no cenário atual excelentes oportunidades de crédito estruturado, com ótimas relações de risco-retorno, acabam sendo deixadas de lado. É justamente nesse espaço, fora dos holofotes do mercado mais líquido, que uma gestão especializada em FIDCS pode encontrar e estruturar operações de grande valor, capturando prêmios mais justos pelo risco assumido.

Essa dinâmica reforça a importância de uma análise criteriosa, transformando um aparente desafio do mercado em uma vantagem estratégica para nossos investidores. É aqui que a expertise do gestor se torna crucial.

Nosso papel na Tivio Capital vai além de simplesmente selecionar ativos. Envolve uma análise profunda de cada operação, uma compreensão das garantias, uma avaliação rigorosa do crédito e uma estruturação cuidadosa. Exige também um acompanhamento constante das empresas e dos setores investidos.

O universo dos FIDCs é fascinante pela sua complexidade e potencial. Continuaremos dedicados a orquestrar esses instrumentos com a precisão e a sensibilidade necessárias para entregar resultados consistentes e agregar valor aos portfólios dos nossos clientes.

Atenciosamente,  
**Katherine Kardos**

## Disclaimer

Este material foi elaborado pela Tivio Capital Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“TIVIO CAPITAL”). Este material é destinado aos seus receptores, fornecido unicamente para fins comerciais, não constituindo compromisso, indicação ou recomendação para iniciar ou encerrar qualquer transação. Este conteúdo não deve ser reproduzido no todo ou em parte, redistribuído ou transmitido para qualquer outra pessoa sem o consentimento prévio da TIVIO CAPITAL. Este documento não é, e não deve ser interpretado como, uma oferta de venda ou solicitação de uma oferta de compra de qualquer título ou valor mobiliário. A TIVIO CAPITAL, seus acionistas e demais empresas coligadas se eximem de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material, de seu conteúdo e da realização de operações com base neste material.

Consulte o documento de tributação para Fundos de Investimento para mais informações sobre a tributação aplicável, inclusive a regra aplicável em eventual desenquadramento, este documento está disponível em <https://tivio.com/documentos/>. A descrição acima não pode ser considerada como objetivo do fundo. Todas as informações legais podem ser observadas no regulamento do fundo, disponíveis no site <https://tivio.com/fundos/>. Principais Fatores de Risco: (i) Crédito: risco de os emissores dos ativos financeiros e/ou das contrapartes não cumprirem suas obrigações de pagamento e/ou de liquidação das operações contratadas; (ii) Liquidez: risco de redução ou inexistência de demanda pelos ativos financeiros nos respectivos mercados em que são negociados; (iii) Mercado: Risco de oscilações decorrentes das flutuações de preços e cotações de mercado; (iv) Derivativos: pode não resultar nos efeitos desejados, devido a fatores como: descolamento entre o preço do derivativo e seu ativo objeto; alterações nas condições de negociação ou liquidação devido à interferência de órgãos reguladores ou dos mercados organizados onde são negociados; (v) Tratamento Tributário de Longo Prazo: O tratamento aplicável ao investidor depende da manutenção da carteira de ativos com prazo médio superior a 365 dias. Não há garantia de que o fundo terá o tratamento tributário de longo prazo.

Leia a lâmina de informações essenciais, se houver, e o regulamento antes de investir. Estes documentos podem ser encontrados no site <https://tivio.com/fundos/>. Leia previamente as condições de cada produto antes de investir. Os investimentos apresentados podem não ser adequados aos seus objetivos, situação financeira ou necessidades individuais. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. “Os ativos financeiros integrantes nesta carteira podem não possuir liquidez imediata, podendo seus prazos e/ou rentabilidade variar de acordo com o vencimento ou prazo de resgate de cada ativo, caso seja negociado antecipadamente.

Para avaliação da performance de fundo(s) de investimento(s), é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou do Fundo Garantidor de Crédito (FGC). O preenchimento do formulário API – Análise de Perfil do Investidor ou Suitability é essencial para garantir a adequação do perfil do cliente ao produto de investimento escolhido. Os indicadores aqui apresentados devem ser utilizados como referência econômica e não parâmetro objetivo do fundo. Material de Divulgação.

SAC: 0800 704 8383  
Atendimento 24 horas

Ouvidoria: 0800 727 9933  
Atendimento das 9h às 18h, de  
segunda a sexta-feira, exceto feriados nacionais



Leia o QR Code  
e acesse as redes  
da Tivio Capital



RATING S&P:  
**AMP-1**



Signatory of:  
**PRI** Principles for  
Responsible  
Investment

**TIVIO**  
CAPITAL

**TIVIO**  
CAPITAL

Avenida Brigadeiro Faria Lima, 4.300  
7º andar | Vila Olímpia  
CEP 04538-132 | São Paulo

[www.tivio.com](http://www.tivio.com)

